



专栏题：千山独行

土地财政与货币假说（下） ——2016年6月4日在钓鱼台国宾馆的演讲

赵燕菁

1980~1984年，重庆建筑工程学院城市规划专业；1984~2004年，中国城市规划设计研究院；2004~2015年，厦门规划局；现任厦门大学经济学院与土木建筑学院教授。教授级高级规划师，加迪夫大学博士。

信用货币与中国经济

中国货币机制的演变

我刚才大致介绍了从商品货币到信用货币的转变，现在，我们用这个货币假说来解释一下中国经济的增长。

同所有实物货币制度经济一样，在中国历史上，货币长期处于一种不足状态。之前，我们讲到了 $M=Q^{\alpha}V^{\beta}$ 。中国的经济规模非常大，商量的数量 Q 非常大，为了支持 Q ， α 相应地也大， β 就小了，也就是说商品的种类就少，分工的水平就比较低。由于货币约束，商品经济水平较低。根据赵冈的研究，战国的时候，中国城市化水平就已经达到15.9%。到改革开放的1978年，中国的城市化水平依然是17.9%。几千年来增长微不足道。甚至低于中国城市化的顶峰南宋的22%。货币的约束，使得中国的经济主要是靠发达的家庭、宗族制度实现社会分工。强大的农村社会，成为支持中国传统文明的主要载体。

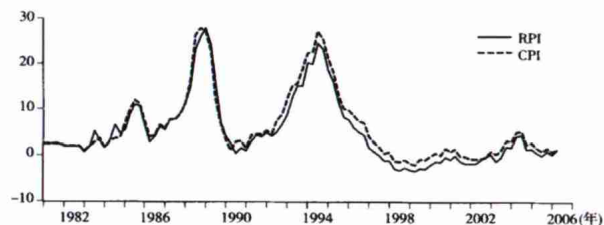
1949年以后，亟待工业化的中国同样遇到资本不足的问题。西方国家切断了中国同世界分工的渠道，从而排除了向其他东亚经济体那样靠出口积累资本。殖民地就更别想了，战后在美国主导下，殖民地纷纷脱离宗主国独立。所以，中国只能选择“省钱的制度”——用尽可能少的货币，实现尽可能高的劳动分工。恰恰当时还真有这样一种制度，这就是所谓的计划经济。同样没有钱，也没有殖民地，也没有出口，但当时的苏联依靠计划经济，实现了很高的劳动分工，也工业化了。苏联成为中国的榜样。

所谓“计划经济”就是较少依赖货币信用实现分工的制度。在城市，把独立核算的企业都变成单一的国有企业。这样企业之间可以通过计划和记账分工，从而减少对货币的依赖；在农村，把独立核算的家庭集成人民公社。通过记“工分”实现集体内部劳动分工。直到今天，大部分农田水利基础设施，基本都是人民公社时期建成的。计划经济的目的只有一个，尽量缩小市场依赖货币的市场，同时压低消费，把有限的资本积累下来，作为工业化的原始资本。

但计划经济的实践表明，用记账、以物易物的办法组织经济要比用货币组织经济效率低太多。1979年开始举世瞩目的改革。所谓“改革”，就是通过货币来组织商品经济。第一步，是放开物价。于是一般等价物不足的问题再次出现。原来计划经济，把钱都省了。现在，让大家交易就得用钱，已经实现了较高的劳动分工的城市货币严重不足。此时，印钞票是唯一的出路。对于商品货币制度而言，没有物资（一般等价物）准备发钞，必然导致通货膨胀。于是，压缩投资，紧缩货币随之而来。

1988年，弗里德曼到访中国并受到了中央领导人的接见。在会谈中，他极力主张中央政府放开价格管制，并认为中国的改革已经到了“最后的时刻”。香港《信报》引用他的观点说，“不应该把放开价格与通货膨胀混为一体，如果放开价格，仅是部分

商品会涨价，在最初几天，人们可能会感到痛苦，但很快会发现价格并不一定会轮番上涨”。中国政府采纳了他的建议，结果不仅价格轮番上涨，政府自己也差一点到了“最后的时刻”。



中国季度消费者价格指数（CPI）和零售商品价格指数（RPI）：1981Q1~2006Q2
注：原始数据来源于国家统计局、《中国经济景气月报》。

图6 改革年代的通货膨胀

有人形容改革初期的中国市场是“一放就乱，一管就死”，也就是所谓的“治乱循环”：改革、通胀，再改革、再通胀，闯关……直到出现动乱。现在我们知道，不能制造出足够的一般等价物，靠印钞是根本闯不过信用约束这一关的。不仅中国如此，所有转型国家都是如此。

几年后，苏联解体后的俄罗斯几乎死于同一个药方。俄罗斯市场化，面对的第一个困难，同样是没有“钱”。1991年，在美国经济学家萨克斯的建议下，苏联启动了“休克疗法”。1992年1月起，苏联放开了90%的消费品价格，80%的生产资料价格，全部市场化。到4月份，消费价格比上年12月上涨了6.5倍。到6月份，工业品批发价格上涨了14倍。到了1992年，俄罗斯政府被迫增发1.8万亿卢布，是1991年发行量的20倍。卢布作为国家信用全面丧失——这和我们当年价格闯关死法几乎完全一样。

不同的是，苏联的劳动分工水平比中国还高。1989年动乱时，我国将近80%人口依然居住在较少依赖货币分工的农村。但苏联1985年时就有65%的人口进入城市（俄罗斯联邦城市化水平甚至达到73%）。物价放开后，剩余劳动力无法被非货币经济所吸收，导致萨克斯的“休克疗法”对俄罗斯经济的冲击远大于弗里德曼“物价闯关”对中国的冲击。

土地信用的出现

所幸的是中国的改革并没有因此停止。1990年以后，中国城市的土地开始有偿使用。后来的发展显示，这是改变中国命运的一次伟大改革。

土地信用源于1982年宪法城市土地国家所有的规定。1987年，深圳开始土地有偿使用。1988年宪法修正案允许土地使用权有偿使用。1990年国务院出台土地有偿使用的具体规定。政府开始用土地为城市基础设施建设融资。

一个重要的原因，就是市场发现了土地可以被当作“货币”使用——地方政府用国有土地支付劳务给垫资建设基础设施的企

业，企业再通过转让或抵押获得货币收入。这使得土地入市不仅没有导致货币短缺，反而使货币的有效供给大幅增加了。我们搞规划对此深有体会。在我印象里，1990年前的地方政府干什么都没有钱。但1990年后却突然有钱了，但不是真“货币”，而是“土币”。

我当年在厦门做规划，但政府没有钱支付规划费。于是政府就说，算了，我给你一块地吧。当时我们领导没要。不过市场上很多人开始接受土币，如铁路十七局，在海沧代建道路、水、电等基础设施。政府没钱，给了他们一块地。但十七局自己并没有用这块地，而是用这块地换了欠别人的债。这和现在的“鬼城”、空房类似，地虽然在那空着，但它实际上已经作为一般等价物，在不同债权人的手里流通。土地看上去是实物，但其价值却是建立在对未来的预期收益上——这和美国发行国债本质上是一回事。这是中国信用货币最初的萌芽。

周其仁是少数意识到土地货币功能经济学家之一。他在2011年的一篇文章里讲到，“当人们把问题冠之以‘土地财政’的名目时，可能忽略了土地问题对宏观经济更为重大、也更为敏感的影响。可观察到的现象是，征地权的实施不但把一块非政府的资产变成政府和国企的资产，而且成为政府和国企大手借贷的支点，构造了颇具特色的中国货币创造一个必不可少的环节。”他说，这不是财政的问题，其实后面还有更重要的问题，大家没有意识到。

为什么土地能成为地方政府信用来源？为什么规划局就是在图上画一个红线，银行就把钱借给地方政府？因为我国1982年的宪法规定，所有城市土地属于国家所有。按照宪法，城市里无论谁手里的地，都是租的，只不过是时间长短的差别。现在很多人批评1982年宪法的这一条。但从大历史的角度看，这一条对于没有税收支持的政府信用是非常重要的。没有这一条，就没有土地财政，也就没有中国的高速城市化。尽管有人说它好，有人说它坏，但有一点是肯定的，没有这一条，现在至少一半的城市人口都还留在农村。

2004年周其仁就曾注意到“土币”的问题。他发现，土地和货币非常像，一般而言，建设用地的增加直接增加了机构和个人的自有资本金，从而增加了投资的本金。周其仁写这篇文章，是反对土地财政的。他说，国家的宏观调控之所以失灵，是因为光管住货币的水龙头了，没有想到土地可以当钱用。

2004年前后，我也写过一篇文章，认为城市的土地应该采取银行管货币的办法。但我是反对把土地财政一棍子打死的。土地财政是货币发行机制的一部分。所以，不能简单地就取消了。没有货币，劳动力就不能从农村进入城市，就无法从自然经济变成商品经济。如果没有土地财政，只能靠农村以物易物的剩余来积累，不仅会导致社会严重的物质短缺，城市化更会遥遥无期。

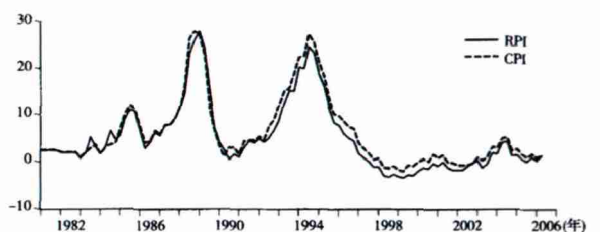
信用货币生成与商品货币不同。信用货币的形成主要有两个渠道。一种办法是，中央银行直接认购财政部的债券，这其实就是用未来的财政收入作抵押。另外一个是在商业银行的窗口，通过信用抵押贷出来。在这个机制里，央行增加基础货币并不必然增加市场上的货币供给。如果商业贷不出去，再多的货币，到期了都得重新收归央行金库。由于土地价格是未来收益的贴现，用不动产做信用把银行里的基础货币贷出来，就成为货币生成的重要手段。

周其仁把这个经济流程称为“供地融资”，我觉得挺形象。

他说，“在中国的现行土地制度下，政府供地就类似于投放货币。”他指出类似投放货币的方式有如下三点。第一，相对于可出售建设用地的巨大市值，政府征地的直接成本非常微小，这相当于印发纸币。纸币就面值很高，成本很低，成本五分钱，价值一百块钱。第二，土地本身有财富储存的功能，在高通货膨胀预期下，“土币”的财富储存功能甚至优于货币。第三，在供地融资的经济流程里，“土币”可以抵押借贷，从而把银行存款动员为投资。可以看得出来，周其仁还是把“土币”视作另一种“纸币”而非一般等价物。但在我看来，土地信用生成的人民币与债务生成的美元，本质上都是一样的——都是未来的收益。

转向信用货币的人民币

中国货币生成制度改变后，我们很快看到了信用货币的特征。我们可以发现，大约也是5年后（这个时间跟布雷顿森林体系解体差不多，也是5年），由于货币供给不足，土地市场化也一样会导致货币的不足和不可避免的印钞，所以我们看到1992年之后的通货膨胀，这一膨胀在1994年达到18%的峰值（当时的通货膨胀率与1989年有得一拼）。但这次通胀没有导致1998年那样的动乱，随后的通货膨胀率开始下降。



中国季度消费者价格指数 (CPI) 和零售商品价格指数 (RPI): 1981Q1~2006Q2
注：原始数据来源于国家统计局、《中国经济景气月报》。

图7 1994年信用生成的货币增加以后，通货膨胀率开始下降

如果是商品货币，通胀下降的唯一原因就是货币收紧。而事实上，中国货币的发行量并没有减少。相反，1994年我们的货币发行量有史以来第一次超过GDP，发行的货币比1989年还高，但是通货膨胀率却下来了。1996年发行的M2和GDP的比第一次超过了美国，但通货膨胀率却更低。而到1998年，通货膨胀居然出现负值。出现了信用货币的典型症状。

如果用传统货币理论解释，这一现象完全违反了商品货币的“常识”：越发货币，经济增长越快，通货膨胀率越低。但是，如果你把它当作信用货币，你就发现，它和美国布雷顿森林体系之后的货币是一模一样的症状，货币规模与CPI的变化(开始

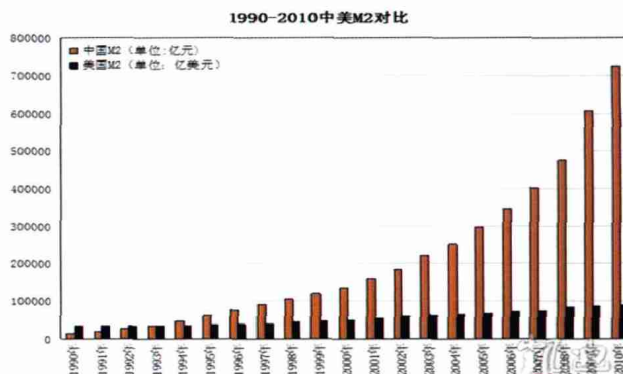


图8 中国、美国的M2增长率的对比

脱钩。大家可以看图8，蓝色的是美国的M2，红色的是中国的M2。以前，美国生成货币的速度比中国快，现在人民币比美国快。美国人是世界货币制造的鼻祖，曾经全世界最能“生钱”的就是美国，2009年是我们居然在货币生成总量上也超过了美国。由此可以想象我们土地财政的威力多么巨大！

更反常的是，我们国家生产出这么多M2居然也没有通货膨胀。大家天天说“狼来了”，要出现超级通货膨胀。但如果人民币变成和美元类似的信用货币，我估计，“狼”永远不会来了。我们对比两个货币的特征，非常类似：美国从布雷顿森林体系解体以后5年，慢慢没有通货膨胀了；1990年城市土地有偿使用后5年，我们也基本没有通货膨胀了。特别是1998年住房制度改革后，高速增长的中国甚至出现了连续五年的通缩！同时，伴随着货币扩张，美国的资产资本市场规模高速膨胀，中国（房市）甚至比美国增长更快……所有这些都显示出信用货币的特征。

土地财政之前，中国是靠出口顺差解决信用不足的难题的。1994年，我们国家实行汇改，人民币同美元挂钩。这样，当出口出现顺差时，强制结汇就会同时生成货币。2002年中国正式加入了WTO以后，贸易顺差大幅度地增加，通过这一途径释放出来的货币也大幅增加。最高的时候，通过外汇占款生成的流动性曾高达60%。

这种货币生成机制与东亚其他经济体类似，同明朝大量输入白银的效果一样——这部分货币实际上是以外储为准备的商品货币。此时的美元外储就相当于当年的黄金、白银，美元就是货币信用的锚。不同的是本身是未来收益的贴现，是信用货币。对人民币而言，改变和美元的比例（汇率），就和我们改变和黄金的比例是一样的。人民币升值，通货膨胀（或外汇流出）；人民币贬值，通货紧缩（或外汇流入）。但对美元而言，则只需创造信用，而无需真金白银等实物商品做准备。

中国生成的这部分货币应该是拜美国人所赐，因为我们对美国的顺差最大。为什么美国容忍我们有这么大的顺差，却不和英国人当年“鸦片战争”一样打中国呢？因为当年的英国人是商品货币，美国人现在是信用货币。过去十几年，中国和美国经济是绝配，尽管两国经常吵架，但美国离不开我们，我们离不开美国。就像邓小平所说，“中美关系好不到哪儿去，但也坏不到哪儿去”。但同其他使用美元作为终极信用的经济体一样，中国也因此丧失了货币主权——贴现率的决定权。美元降息，流动性泛滥，资产升值；美元加息，流动性不足，资产贬值。

贸易顺差帮助中国摆脱了几千年的货币约束，所以，短短十几年，中国城市化水平就超过50%，现在已经达到56%，而且还在增长。就是因为克服了货币约束，传统上那些“节省货币的制度”变得不那么重要了。比如家庭重要下降，离婚率上升，甚至老人养老也开始社会化了。原来靠制度来维持代际之间的交易，现在可以靠钱来解决。张五常就说，社保越发展，中国的养老越没有人管。整个中国社会传统开始解体，存量社会资本大量消失。当然也有人，比如陈志武，就说这是进步。不过有一点没有问题，那就是货币在这个过程中起了非常重要的作用。

从货币角度，我们可以解释很多以前不理解的经济现象。从1998年开始，人民银行对准备金制度进行了改革，一直把准备金往下调，但是，中国的通货却一路紧缩。一般来讲，菲利普斯曲线告诉我们，通货膨胀总是和经济增长联系起来的。但我们是一

边增长，一边通缩（王建把这称作“缩长”）。按理说，如此规模的通缩意味着经济要完了，会出现大萧条。但是，我们国家自1998年以后却是逆亚洲金融危机高速增长，甚至2002年到2005年还有两位数的增长。为什么？按照我的解释，是因为住房制度改革突然生成了大量的货币需求，超出了货币的常规供给能力。

1998年之前，我们老百姓不能买土地。虽然1988年后，城市土地逐渐有偿使用，1993年，不动产市场开始出现，但不动产交易主要在机构之间（比如政府和开发商）之间进行。1998年的住房制度改革，停止实物分房，所有住房需求都要到不动产市场上解决。这等于让普通老百姓都只能通过“入股”城市才能取得住房——相当于这个城市的土地上市了，IPO了。一个城市就相当于一个公司，600多家公司突然IPO，大家想象一下，一下子得有多大的资产膨胀？这是一个天量！

原来，中国不动产都是以物易物，都是不用钱的交易，比如房子是单位分的；现在，这些都要用钱来结算，原来不用货币来计价，现在用货币计价了。马上一般等价物就不够了。但刚刚经历过1994年的恶性通胀，政府也不敢印钞票，结果就是连续五年的通货紧缩。原因现在一看很明白了——房改创造的巨量信用进入市场，却没有立刻生成同样多的流动性，其结果必然是通缩。

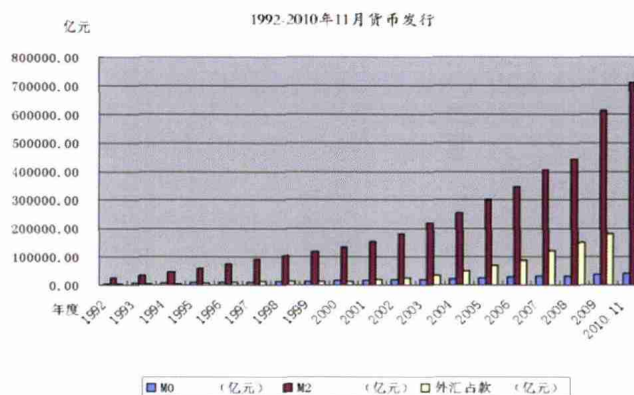


图9 1992~2010年底M2和外汇占款的关系

世界上同美元挂钩的经济很多。在这个意义上，绑定同美元汇率的货币，都是美元的延伸，或者说“准美元”。中国的强制结汇就是这样一种机制。但同这些国家比，中国的人民币拥有较大的独立性。这个独立性怎么来的？就是我们国家生成货币是信用（如土地）和实物（外汇储备）混合模式，不是完全用美元做信用。我们有一部分货币是“土币”，间接来讲就是住宅。

两种模式大概是什么比例？大家看图9，红色的、最高的是M2，外汇的占款是底下这个浅黄色的。外汇占款最高的时候也没有超过1/3，大概是1/4的样子。剩下那么多M2从哪生成的？主要来自于不动产为主的资产升值。

根据惠誉2015年的研究报告，中国的银行以房地产为抵押物的信贷资产，也就是说用房地产套出来的钱，自2008年年末以来增加了400%，而其他类型的抵押物增加了290%。住宅的贷款这一项就增加了3倍，以住房为抵押物的企业贷款增加了5倍。证监会的数据显示，2013年底，中国几大商业银行所提供的贷款里，其中38%都是用房子做抵押的。房地产和土地作为抵押品在信托银行里，比重可能会更高，因为大部分信托都是用不动产做抵押的。2008年，我们国家的M2是40万亿，到2015年，变成了138

万亿，基本上是多花了100万亿，年增速是16%。而同期我们国家的房价增速也是16%。

所以，虽然你一分钱没有生产出来，但房价上涨增长16%，相关的信用也就增长了16%。这也就是说，是房价的增长与货币的增长挂钩，而不是CPI的增长和货币的增长挂钩。如果把猪肉去掉，CPI说不定还是负的。但是货币增长一定会带来资产价格上涨的，房价上涨。这并不是因为“超发的货币流入房地产”，而是因为货币就是通过房价上涨发出来的——资产价格上涨和货币超发压根就是一件事，只有房价上涨了，你从银行里才能贷出钱来，它们俩是同时生成的。

如果说美元未来的收益是靠资本市场贴现过来的，人民币则是靠房地产市场将未来收益贴现过来作为信用。从房地产创造的货币超过贸易和直接投资成为货币生成的主要渠道，人民币就已经从传统的商品货币，转变为和美元一样的信用货币。这就是为什么说土地财政是中国经济增长的核心——它既是是中国过去几十年经济增长的强大动力，也为中国未来几十年经济增长带来巨大问题。

应对未来的危机

增长：从资本到现金流

从货币角度思考城市化和经济增长还是一个有待更多实证的假说。但这个假说至少可以对中国的经济增长和城市化给出一个很好地解释——因为货币创造，极大地释放了我们国家二元经济的潜力。几千年来，中国的城市化水平徘徊在10%到20%左右，但却在短短的30年左右，一举突破50%达到56%，解决了几千年没有解决的问题。唯一有力的解释变量，就是因为信用货币的出现，一下子使创造了巨大的资本。

反过来，目前经济减速和未来城市化的问题，也可以从货币角度找到原因。回到以前的货币假设，二元经济条件下一般等价物增加，不会改变商品的价格，而是不断地把原来以物易物的交易卷入到基于货币交易的商品经济中。现在，大部分地区都和美国一样了，全都是货币定价，没有农村人了，二元经济向商品经济并轨带来的生产率提高效率消失了。所以，至少在沿海地区，“刘易斯拐点”就到了，货币增加带来自然经济部门向商品经济部门转化的“红利”开始耗尽，经济的增速就自然减缓下来。

也许有人问，沿海达到刘易斯拐点，为什么企业不转向内地而会直接转向越南、印度？首先是制度的变迁带来成本增加。比如2005出台的《劳动合同法》。由于这部法律以保护劳动为由，提出了许多不现实超前的规定了，使得企业（特别是遵纪守法的正规企业）的劳动力成本大幅增加。十几年的实践显示，这部法律不仅没有保护劳工利益，反而使大量劳工失去就业的机会。也使得企业没有如预期那样从沿海向内陆转移。要想使中国实体经济恢复竞争力，这部法律的修改势在必行。

但更主要的原因，是货币出了问题。商品货币的问题是，资本市场通过未来收益贴现创造了巨大的信用，但由于没有足够的“信用商品”，这些信用无法转化为资本。必须借助“顺差”“侵略”，从外部获得“信用商品”，才能创造出足够的流动性并释放资本的潜力；而信用货币的问题是，只要有信用，自身就可以制造流动性。由于交易的资产在创造自身的信用的同时，也在为没有交易的资产创造信用——流通股为非流通股定价。通过交易形成的流动性，永远会小于交易所创造的信用。正

是由于流动性和信用之间存在“缺口”，一旦资产价格向上或向下变动，就会引发经济的循环膨胀或收缩。除非能把信用和流动性的比例刚好控制在供需转换的临界点上，经济周期性的膨胀—收缩就无法避免。

当前的经济正是由于未来收益（资本）和当前收益的“兑换率”失衡，市场创造了太多的资产和较少的现金流。为什么有负利率？太多的资本追逐那么一点现金流。因为资本多了，但却找不到对应的现金流了——只好挖肉补疮，让资本自己为自己创造现金流。现在发达国家的做法是，把资本高估赚来的钱补助实体经济。比如，日本企业，它就用非常低的利率、负利率和全世界竞争，收购别人的资产来获得更多的现金流。中国的做法主要是，高估土地来补贴工业。我们现在的工业用地是低于成本的，比如土地的成本是150，我们100给工厂，根本不赚钱，还贴钱、各种减免税收，就是为了把未来的税收、现金流从别的地方移到我们的城市来。

拿什么贴的呢？土地，土地越高估，补贴能力越强。这和发达国家的负利率是一回事，只不过，他们体现在利率上，我们体现在地价上。那为什么现在房价高了反而支持实体经济能力下降了？一方面，我们不了解市场，认为土地补贴是扭曲市场价格，要禁止什么零地价招商。比如厦门想很多城市一样，将能产生现金流的企业同房地产开发捆绑出让土地，间接对实体经济补偿。但却被福建省的土地政策叫停。

另一方面，是因为资产价格上升导致劳动力价格上升。在企业成长初期，最缺少的是资本。土地补贴降低了一次性资本性支出（CAPEX），企业得以大量创设。但企业建立起来后，最大支出变成了经常性的运营支出（OPEX），其中，最主要的是劳动力成本的支出。由于这两种支出无法“替代”，只有一次性收入的政府面对企业经常性的支出束手无策。相反，为了支持一次性支出所设计的融资模式——土地财政，反而因高地价而加大了企业经常性的支出（劳动力居住成本）。

怎么打通高估资产补贴劳动的途径，各地都束手无策。为什么华为要搬走？不是因为华为占地的地价上涨了，而是因为华为的劳动力上涨了。深圳房地产价格失控，导致劳动力买的所有东西，包括住的房子价格都上涨了，其结果就是劳动力成本飙升。现在，很多经济学家都主张把房价、股市打下来，把泡沫捅破。在我看来，这只会死得更快，导致美国那样的大萧条。日本1990年泡沫破裂就是前车之鉴。因为资本市场崩盘在降低产业运营成本（OPEX）之前，就会直接摧毁产业本身（无法偿还资本性支出CAPEX）。

正确的做法是，我们应该尽量想办法将这些泡沫还原到实体经济中去，将资本至新转化为现金流。运营成本很大程度上就是劳动力成本。土地财政解决了通过一次性补贴土地为企业创造资本性支出，现在需要的是打通补贴劳动力的渠道。只要能找到一种办法，直接把泡沫创造的价值通过补贴劳动力还原到实体经济里，就可以对冲泡沫的副作用，使实体经济重新恢复创造现金流的能力。

一个可靠渠道就是住房，如果把劳动力获得住房门槛压得非常低，然后将高估的不动产价值直接转移给劳动力，辅之以抑制劳动力集体议价能力，运营性支出就会大幅下降，实体经济就可以重新恢复竞争力。靠资本市场解决住房问题，已经被证明是失

败的。靠政府补贴，没有一个国家负担得起。但如果把劳动力未来的收益资本化，这个问题就可以迎刃而解。

农民工之所以不能通过贷款购房，就是因为他的劳动力信用等级低，不能资本化。如果我们能设计一个办法，为这些低信用的劳动力增信，就可让劳动力资本化。这个办法就是“先租后售”。假设住房全成本造价5000元一平米，50平米25万，房子建好以后，按照当地市场的租金房租水平确定“房租”，比如每个月1000元。这样1年交1.2万，15年就是18万。到15年的时候，再补交6万，租户就获得该房子的产权。这时的房价远高于5000元成本。假设市场房价2万元每平米，这就意味着直接向每个家庭注浆75万元。

这一做法的本质就跟1998年房改一样，短期内造就大量的中产阶级并释放出巨大的需求。中国现在大概有1亿多中产阶级，和日本、美国的中产阶级差不多持平，这1亿人就是房改造出来的。我们今天完全可以用同样的方法，把剩下这几亿人都转变成中产阶级。中产阶级的特征就是拥有资产。工资再高也算不上有产。采用先租后售模式，根本不用国家的出钱。所有的成本都可以通过劳动力未来收益资本化。只要你有固定工作稳定收入，无外乎就是年限不一样、租金不一样，道理是一样的。

也许有人会说，这不是和当年的经济适用房一样吗？那经济适用房为什么玩不下去了呢？这是因为经济适用房购房资格挂钩的是户口，而“先租后售”购房资格与“五险一金”挂钩。交“五险一金”就意味着在城市纳税，意味着购房者必须在本地有工作。低房价实际补贴的是本地的企业，从而为城市带来更多的现金流。而“经济适用房”与户口挂钩，并不一定能补贴到真正对城市有贡献的劳动力，不仅不会创造现金流，反而会诱发围绕着户籍制度的寻租从而导致腐败。

在中国，有房和租房具有本质的差异。因为住房是社会再分配的一个重要渠道。如果拥有住房，城市修道路，房子就升值；修地铁，房子又升值；改善教育、修一个公园，它都升值。“免费”的服务越多，转移到住房里的财富就越多。房子就是一个资本，当一个家庭拥有资本，想不富都难。这样的中产阶级，很难返回贫困。如果只租赁，就只有房东才能从公共服务中转移过来的财富，租房的那部分人就永远没有机会通过拥有财产成为中产阶级。

房子是加大贫富差距的原因，但也可以成为均贫富、等贵贱的有效工具。比如，新加坡87%的人都有政府提供的组屋，所有的城市收益就都会通过土地增值转到每个人头上，土地升值等于给大家分红。

这样，中国2.3亿的农民工，一下子从不值钱的劳动力，就变成了巨大的社会资产了。通过劳动力收入资本化的信用有真实现金流支持，泡沫远少于基本没有租金支持的住房。现在，北京住房的租售比（相当于股票的市盈率），已经到了需要70年到80年租金才能覆盖房价。这意味着这部分资产释放出来的货币具有非常高的杠杆。

但如果我们用“先租后售”方法融资，用我这个案例15年来计算的话，只相当于是15倍的房租。货币的杠杆或者说虚拟程度，就会大大降低。因此，先租后售可以起到去杠杆的作用。随着低泡沫的资产比重加大，目前的资产泡沫很大程度上就可以得到稀释。

防止金融风险，不是减少货币供给。而是要减少高杠杆生成的货币。只要杠杆低于市场真实收益率，创造的货币越多越好。我们当前的问题就是把货币生成的功能全压在商品房上，结果只要增加货币创造，就只能推高房价。但如果我们能创造更多的生成信用渠道，就可以不再把发行货币的职能全押在商品房上了。美国的货币制造能力不是全押在股票市场或者债券市场上的。你看，在美国，每个人都用信用卡、都在借钱，但今天借了，可能明天就还了，或者一年就还了，风险很低。这个过程给美国生成了大量的低风险货币。

所以，先租后售就是替代土地财政货币生成的一个制度。推行先租后售后，我们取消土地财政也不怕，因为通过这种制度，我们将原来信用较差的劳动力资本，用住房作抵押转变为货币化的资本，从而创造了对货币的新需求。我们用这个例子来讲。假设现在城市化人口中，有30%人没房。以13亿人口、城镇化率60%计算的话，就有2.3亿人没有房。以3个人一套来估算的话，就需要7800万套，用50万元一套计算，就可以生成39万亿元的资产。假设分成5年解决，一年就是7.8万亿元。也就是说，每年光是通过给老百姓提供住房就可以生成7.8万亿元的货币。

2015年全国商品房销售额是8.7万亿元，数量级差不多。假设商品房明天就停止销售了（或者在现在的水平上下降80%，保留20%），给农民工、大学生提供的“先租后售”住房，也可以生成同样规模的货币，但是风险却大大降低了。只有找到新的信用来源，才敢说我们明天不要土地财政了，否则，没有土地财政生成货币，就只能依赖进口美元，要不就回到自然经济去。

有人说这样会导致库存进一步增加。其实，恰恰是这样，我们才能把库存去掉。大家想想，1998年的时候，我们的房子也是过剩的，当时海南、北海到处都是烂尾楼，但后来都消化了。为什么？就是因为房改一来，大家突然有钱了。现在的商品房，你让农民工买，是买不起。所以，首先得房改，让农民工通过先租后售成为有房的人，第二步，才能有足够的信用（用房子做抵押或者用房租交按揭）购买商品房。没有这一步，让农民工直接去消化过剩商品房，那是不可能的事。那种企图通过提高家庭杠杆来降低企业杠杆的想法，只能导致危机向社会深层扩散。

未来危机与应对

中国是否面临危机，是一个有争议的问题。但大家都同意我们要为可能的危机做好准备。这就需要有一个非常重要的判断是，如果中国出现危机，将会是一个怎样的危机？图10左边是华尔街30年代的经济危机，右边是德国魏玛共和国在一次世界大战后的经济危机。同样都是经济危机，信用货币下的危机与商品货币下的危机，症状完全不同。

华尔街型经济危机，是典型的通货紧缩型危机。物价暴跌，所有东西都打折，什么都过剩，企业倒闭，个人失业，流动性极度短缺。而德国式的经济危机则相反，是物价超级膨胀，什么都涨价，只有钱不值钱。当时有笑话，一个德国人拎着一篮子钱上街，不小心落在街上，回来一找，结果钱在，篮子没了——钱最不值钱了。同是经济危机，为什么会出现完全相反的症状？因为美国是典型的信用货币，而德国是标准的商品货币。

我们现在要做的判断是，中国如果出现危机，将会是通货膨胀还是通货紧缩？如果是通货膨胀，那就千万不能持有钱，把钱都换成实物，有盐就换成盐，有房子就换成房子。但如果是美国

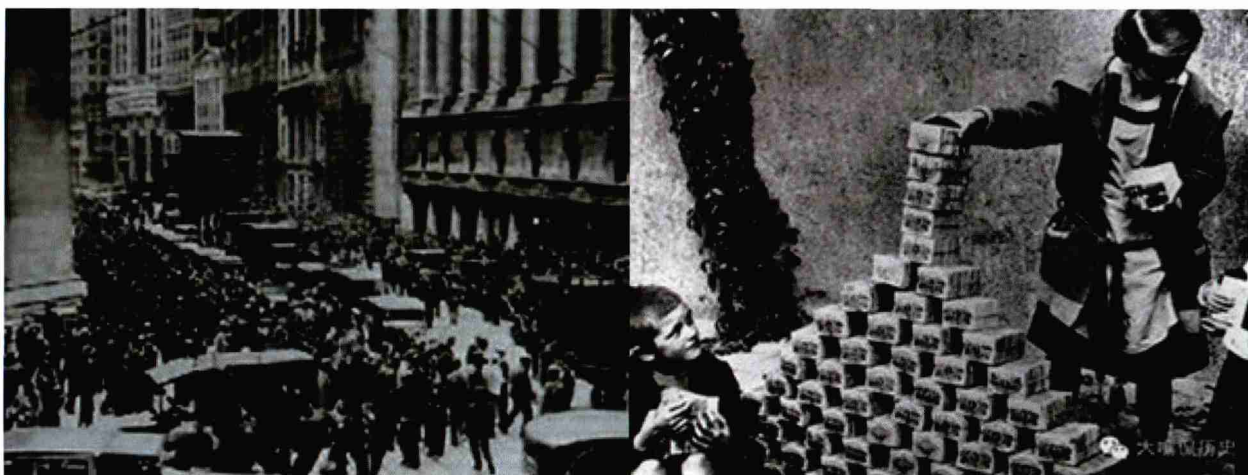


图10 上世纪30年代华尔街经济危机VS.魏玛共和国经济危机

的这种危机，就必须尽快脱手资产，高位套现，持有现金。信用不是财富，现金才是。

危机不一样，症状不一样，救法也不一样。

如果是信用货币，最大的危险就是金融部门破产，特别是居于金融体系核心的银行。美国大萧条，就是金融部门首先出现恐慌，因为所有人的资产都是估的、都是记账的。信用货币生成机制，使得在流动性和信用之间必然存在“流动性缺口”。一旦大家不相信资产的估价，整个银行的信用就没有了，大家一起挤兑，流动性缩水必定快过信用缩水，循环收缩的结果，就是整个银行出现系统性危机。因此，如何恢复被资产收缩减计的资产负债表，就是救市的关键。

美国2008年的救市，应当是比较成功的，至少可以是一个应急的选项。央行通过直接购买企业债务注入流动性，本质上同企业倒闭再成立接受银行烂账财务公司类似，不同的就是企业可以保持现金流不断，保持就业机会不消失，迅速制止“流动性缺口”在通过银行在更大范围溃烂。2008年，美联储接手企业债务。但财政部用纳税人的钱去接手却是有问题，特别是在美联储实际上是一个私人机构的条件下。相反，1997年亚洲金融危机IMF开出的药方则是错误的，为国际资本抄底打开大门。

至于地方债务危机，同美国独立时遇到的问题很相似。独立战争结束的时候，美国各州这跟我们的地方政府很像，都负债累累，欠一屁股债。独立战争欠债是因为打仗，最后国家独立了，把征税权从英国人手里拿过来了。征税权就是独立战争未来的收益。美国人怎么解决的？美国是，联邦政府把地方政府的乱七八糟的债都接过去了，发行国债，然后通过国债和美元挂钩，把美元变成了信用货币。

同样我们欠债也是因为建设基础设施，提供公共服务。地方政府欠钱是因为修路、修桥、修医院、修学校、修高铁，就相当于美国独立建国支出的成本，这些投入都可以带来未来的收益。政府是欠债了，这不错，但是，政府也是有收益的，城市已经建设起来了，公共服务业也能够提供了，只不过是找了一个收费的辙而已。我觉得，也许我们可以参考汉密尔顿当初的做法，把债务和人民币挂钩，将人民币也变成信用货币？

现在，人民币发行权其实不在中央政府，而是由地方政府通过土地财政制造货币。中央政府可以把地方政府的权收了，让它们通过房产税创造现金流来提供公共服务，与此同时把地方政府

债务也接过来，然后中央政府通过长期国债将其同人民币生成挂钩，使货币发行权重归中央。当然实际操作方法一定不像这么简单，但是方向应该是差不多的。

现在，土地财政是我们信用的主要来源。很多经济学家认为它不可持续，要把它取消掉。这我没有意见。但你首先要找到一个替代的货币生成机制，不能还没有替代就直接把它干掉了。就好比一个人得了白血病，直接把血抽干不是解决问题的办法。经济也是如此，你不能通过把它整死解决它存在的问题。这个替代机制就是逐步转向财产税，将通过高估土地的价值、高估未来的收益制造货币的机制，变成一个比较正常的、和市场现金流的平均收益率比较接近的资产评估机制。

当然，危机过后应当采取更彻底的解决办法。这个办法就是改造货币生成机制。将货币从与未来收益挂钩，转向同现金流挂钩，从而重新恢复资本和现金流的关系。现金流为锚，其实就是回归金融的常识——任何信用都是未来收益的贴现。管理贴现率，避免“流动性缺口”导致信用自我膨胀和收缩的，是一劳永逸解决信用周期波动的关键。要将资产的贴现率（市盈率、租售比等）控制在实体经济现金流收益率附近。

为此，就需要创造相应的货币工具。央行加息减息本质上都是对贴现率（实体经济和虚拟经济“兑换率”）加以操纵。对于以外币为信用的货币，操纵汇率乃是对冲国外央行操纵贴现率的唯一手段。对房价、股票和其他金融资产的信用估值，也需要设计更直接、高效的管理工具。

结语

实体经济就是现金流，虚拟经济就是资本。在信用过剩，资本泛滥的经济周期，恢复实体经济的增长，首先，要恢复有利于现金流的贴现率。否则，信用泛滥的环境下，多少现金流都会被资本换走，就不会再有人有动力创造现金流。鼓励火车上的乘客向相反方向移动，并不能改变经济的总体方向。“脱虚向实”的前提是创造有利于实体经济的货币环境。其次，就是要尽一切可能创造现金流。资本说到底，乃是现金流的贴现。现金流多则资本估价低，漏失的现金流，最终都会体现在资产的升值上。利润、税收、工资、分红……，都是提高现金流，降低未来收益。因此，创造现金流，是解决经济泡沫的有效工具。但是否能促进实体经济，则取决于这一工具的使用方式。比如，现在很多人鼓吹用来替代土地收益的房产税，的确可以降低房价——潜在地租



专栏题：规划60年

试论城市规划历史评价的基本观念

李浩

城市规划博士，中国城市规划设计研究院邹德慈院士工作室高级规划师，注册规划师。

回望新中国城市规划事业发展的历史进程，反思城市规划工作的内在本质。

国家自然科学基金资助（项目批准号：51108427，51378476、51478439）

新中国成立初期的八大重点城市规划工作，自1954~1955年大部分获得正式批准以来，已经走过整整60年的光阴。这60年，按中国传统文化的观念来讲，正所谓“一个甲子”的轮回。对八大重点城市规划的历史研究，必然涉及到从“60年回望”的视角，如何从整体上来对八大重点城市规划工作的这段历史加以认识的问题，这实际上也就是历史评价问题，但这又是一个相当敏感且困难重重之事。受自身阅历、学识及眼界所限，笔者自感难以承担。但规划历史研究工作本身又不能回避评价问题，因而只能勉力而为，提出一些粗浅认识。

关于八大重点城市规划的评价，首先需要对基本概念加以梳理。在讨论对象所指不明确的情况下，难免张冠李戴，产生混淆。仔细分析起来，关于城市规划的评价，其实有着各不相同的一些概念和范畴，它们关于规划评价的目的、意义，评价的内

容，以及应当采取的评价方法和评价标准等，都是各不相同的。通过对不同的规划评价活动的认识 and 比较，将有助于更加清晰地认识八大重点城市规划评价的基本性质和任务。

规划评价的不同情形

概括起来，城市规划的评价不外乎有如下几种主要情形。

其一，规划成果的评价。较常见者如各类规划成果在正式批准之前的规划评审活动。以某些专家学者和有关部门为主，组成评审委员会，对规划编制成果进行评价，给出较为明确的评审意见。高校中在学生完成规划设计课程任务之后的评图，与之有类似之处。

这种类型的规划评价，首先需要对规划设计的任务与要求有充分的了解，结合规划编制成果的内容、方法和措施等，判断其完成情况和规划方案的可行性，规划设计任务书（或合同等）是

的贴现，但企业负担未必因此减少。此时，如果房产税不是进入政府财政，而是分配给所有就业者（“五险一金”缴纳者），则可以降低所有行业劳动力成本。这些行业回复竞争力创造的税收，就可以进入政府财政作为公共服务收益。这样的加税才是对实体经济有意义的。

不仅住房，任何资产，都能用来创造现金流。随便举个例子，马路上设置路边收费停车，一年收100万元，十年就可以贴现1000万元，GDP就上去了。据说北京仅流失的路边停车费，就有百亿之多。其实正是这类不收费或低收费的公共服务（学校、医院、地铁……）漏失，反而导致了北京居高不下的资产（特别是土地和住房）的价格。

现在大家很反感收费。但大家回想一下改革开放，所有的公共服务，从通讯的“初装费”到高速“过路费”；从机场建设费、桥隧通过费……，所有公共服务都是从创造盈利模式开始的。如果到处都不收钱，就没有经济增长了。现在试问，能不能找到一个替代土地财政的可资本化的东西？这就必须寻找和创造现金流，有现金流，就可以资本化，然后就可以替代土地财政制造货币，就不用更多地卖地。

当然，收费本身并不自动推动经济增长。我们需要把税收重新注入能降低企业成本的劳动者账户，才能让转化出来的现金流创造更多的现金流。因此，尽快建立就业者的个人账户至关重要。

现金流和资本如同水资源，是河流里的水多一点还是水库里的水多一点，取决于水闸。这个水闸，就是贴现率。在缺少直接税的中国，个人账户和保障房乃是将融化的资产泡沫，重新回注实体经济的水渠和滴灌系统，它决定了水资源流入实体经济的效率。所有这些制度，构成了一整套“金融工程”。只有有了完整的“金融工程”，讨论放多少水最优才有意义。

最后一点今天没有时间展开讨论。那就是中国的国际战略选择都是和货币有关的。不同的货币，提供的战略选择空间不同。比如，如果我们不依赖出口也能够创造货币的话，那我们为什么还要和美国人竞争？是否可以仿效美国当初的孤立主义，自己关起门专注经略周边？能否像当年美国远离旧大陆那样，韬光养晦，旁观欧洲国家博弈？当欧元希望人民币冲在前面和美元竞争，我们能不能缩回来？要知道当年美国崛起，就是欧洲国家在招，它躲在一旁，两边下注，然后成为大国。

更进一步，我们对美国要采用什么策略：和日本一样给美国当孙子？还是和俄罗斯一起弄一个欧亚联盟，把海权国家边缘化？或者像美国当年一样，自我独立，关起门来，玩大了以后再出去收拾你？我们到底是玩“一带一路”、玩亚投行、人民币国际化，和美国一样输出货币，还是我们目前只专注实体，继续和美国战略互补。等实体经济水平超越所有经济后，再整自己的货币？这些选择不仅决定中国自己的国运，也决定了世界上无数个体的命运。

我知道，我今天讲的这些肯定是有争议的。仅靠货币假说，肯定不能解释所有的经济现象。但就像我开篇讲到的天体物理假说一样，它起码可以解释一部分现有经济学解释不了的现象。回到之前说到的哥白尼的例子。日心说刚提出来的时候，观测结果还不如托勒密的地心说准确，因为哥白尼一直以为地球围绕太阳公转是正圆的。直到开普勒发现公转轨迹是椭圆的，观测才准确。我们不能因为地心说暂时不能准确符合观测，就认为其思想没有价值。正是因为有了哥白尼的启发，才有开普勒后来进一步的发现和牛顿的万有引力。我今天给大家所讲的东西，不一定都对，但希望提供一个新的角度，一种新思路，去解释中国目前面临的空前复杂的经济现象。谢谢大家。（全文完）

责任编辑：文爱平